

# リスク情報開示と企業価値

専修大学商学部 首藤昭信

The Disclosure of Risk Information and Firm Value  
Senshu University, School of Commerce Akinobu Shuto

本論文の目的は、リスク情報の開示が企業価値に与える影響を、先行研究に依拠して議論することである。具体的には、以下の3つの研究領域の研究成果を検討する。すなわち (1) 情報開示の水準と資本コストの関係を分析した研究、(2) 環境情報の積極的な開示と株価変動の関連性を分析した研究、(3) MD&A といった記述的会計情報の開示効果を分析した研究、の3つである。これらの先行研究の発見事項にもとづいて、有用なリスク情報開示のポイントを要約する。

**キーワード**：リスク情報、情報開示、MD&A、企業価値

This study reviews the related literatures to consider the effect of the disclosure of risk information on firm value. First, we focus on the relation between the levels of disclosure and cost of capital. Second, we consider the effect of aggressive environmental disclosure on stock return. Finally, we examine the usefulness of the MD&A information. Based on the findings of above studies, we provide some implications for useful disclosure of risk information.

**Keywords** : risk information, disclosure, MD&A, firm value

## 1. 本論文の目的と構成

本稿は、2007年11月17日に開催された専修大学商学研究所公開シンポジウム「企業経営と現代的リスクマネジメント」において公演した内容をベースに執筆している。本シンポジウムでは、学部学生及び実務家を対象として、リスクマネジメントを多角的な視点から検討することを目的として、複数人の研究者による報告と討論により実施された。著者に与えられたテーマは「リスク情報開示と企業価値」というものであり、情報開示の効果を会計学の議論に依拠して報告を行った。

わが国では、2003年4月以後に開始する事業年度の有価証券報告書については、リスク情報の開示が義務づけられている。これは証券市場の信頼性の向上と投資家保護を目的としており、エンロンなどに代表される会計不祥事の問題を考慮し

たものとなっている。本稿の目的は、このようなリスク情報の開示が企業価値の評価に役立っているのかを、日米企業の実証研究に依拠して、会計学の観点から考察することである。

わが国のリスク情報開示はまだ始まったばかりであり、その効果を体系的に議論できるような経験的証拠の蓄積は存在しない。そこでリスク情報の開示効果だけに注目するのではなく、会計情報開示の効果を扱った研究全般をサーベイすることにより、リスク情報の開示実務に有益と思われるインプリケーションを導出したい。

本稿が検討する研究領域は、以下の3つである。第1に、情報開示の水準と資本コストの関係を分析した研究に注目する。相対的に優良なディスクロージャーを実施している企業が、何らかの経済的ベネフィットを享受しているのか否かを、日米の実証研究を通じて検討する。第2に、環境情報

の積極的な開示と株価変動の関連性について検証する。近年わが国でも、環境情報の開示が定着してきた。環境コストのような、短期的には企業利益に負の影響を与えそうな情報が、投資家の意思決定に与える影響を考察する。そして最後に、「経営者による財政状態及び経営成績の分析 (Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations: MD&A)」といった記述的会計情報の開示効果を分析した研究を議論する。

このような3つの領域の研究成果を検討することは、わが国のリスク情報の開示効果を考察する上で有用であると思われる。まず情報開示の水準と資本コストの関係を確認することは、経営者にリスク情報の積極的な開示を後押しすることになるだろう。リスク情報の開示は、企業内容等の開示に関する内閣府令の改正により、「MD&A」「コーポレート・ガバナンスの状況」と並んで開示が義務付けられた。しかしリスク情報の開示規制は、財務諸表本体と比較して、開示形式に関しては厳格な規定がなく、予測情報のような任意開示が認められているという特徴がある(首藤, 2004)。したがってリスク情報の開示は、経営者の裁量による部分が大きく、その開示姿勢はリスク情報開示のコストとベネフィットに依存すると考えられる。情報開示にはコストが伴うことは言うまでもない。したがってその経済的ベネフィットを確認することは、任意開示としての側面が強いリスク情報の開示に与える影響は大きいであろう。

次に、環境情報の開示効果に注目することは、しばしば企業価値に負の影響を与えると考えられるリスク情報を検討する際に重要となる。環境保全活動や環境情報開示に積極的な企業は、社会的責任の観点から見れば高く評価されるべき企業である。しかし環境コストは実質的に企業の費用を増大させ、短期的な利益を圧迫する可能性がある。合理的な投資家は環境情報からそのような効果を読み取り、投資銘柄としての価値評価を下げるかもしれない。反対に、環境情報開示の積極的な姿勢を評価し、投資家は当該企業を高く評価するこ

とも考えられる。もし後者の結果が得られるのであれば、同様の議論はリスク情報の開示についても適用できる。

リスク情報の開示は、将来事象に対する利益と損失の観点から議論される。したがって企業に内在するリスクを明示し、将来利益に与える負の影響を議論することが多い。環境コストの議論と同様に、このような情報を投資家がいかに解釈し、投資意思決定につなげているのかを把握することは有益であると思われる。

最後に、米国のMD&Aの情報内容を検証することは、リスク情報開示の有用性を議論するにあたって極めて有意義である。なぜなら米国では、リスク情報の開示はMD&Aの中で行われることが一般的であり、MD&Aの情報内容の評価はそのままリスク情報の有用性の議論へとつなげることができるためである。

以下の第2節では、情報開示の水準と資本コストの関係を分析した研究を要約する。第3節では、環境情報開示と株価変動の関係を考察する。第4節では、MD&Aの情報内容を検証した研究成果を紹介する。最後の第5節において、サーベイした実証研究が、リスク情報の開示に与えるインプリケーションを要約する。

## 2. 情報開示の水準と資本コスト

企業のディスクロージャーの水準や質が資本コストに与える影響の分析は、米国において1990年代後半から進められている。この領域の先駆的な研究としては、Botosan (1997) が挙げられる。Botosan (1997) は、ディスクロージャーの水準が株主資本コストに与える影響を分析した。Botosan (1997) はまず、独自の評価項目と判断基準にもとづいて、サンプル企業のディスクロージャーの水準を算定した。続いて株主資本コストを推計するために、Ohlson (1995) が示した企業価値評価モデルを利用して、株主資本コストを逆算した。分析の結果、専属のアナリストが少ない企業に関しては、ディスクロージャーの水準が高い企業ほど、株主資本コストが小さいことを示

した。

また Botosan and Plumlee (2002) は、Botosan (1997) をいくつかの点において展開した研究である。Botosan and Plumlee (2002) は、Botosan (1997) が株主資本コストの代理変数として1つの変数しか利用していなかったのに対し、4つの企業評価モデルを用いて株主資本コストを推定した。さらに Botosan (1997) が、ディスクロージャーの優劣を決定する独自の評価基準を利用していたのに対し、資産運用・調査専門家協会 (Association for Investment Management and Research: AIMR) が毎年公表しているディスクロージャー評価を利用した。これにより客観的なディスクロージャー水準の把握を可能としている。このような改善を行った結果、Botosan and Plumlee (2002) は年次報告書開示の評価が高い企業ほど、株主資本コストが低いという調査結果を得たのである。

またディスクロージャーの水準と負債コストの関係を分析した研究として、Sengupta (1998) がある。Sengupta (1998) は、ディスクロージャーの水準を決定する変数として、AIMR のディスクロージャー評価点を利用した。そして負債コストの代理変数として、①社債の応募者利回りと②利子費用総額 (total interest cost of new debt issues) を利用した。Sengupta (1998) は、負債コストに影響を与えるその他の要因を十分にコントロールした上で、ディスクロージャーが優良な企業ほど負債コストが小さいということを実証的に示した。米国企業をサンプルにしたこれらの研究の結果を要約すれば、概していえば、ディスクロージャーの水準が高い企業は、株主資本コスト並びに負債コストの低下という、経済的ベネフィットを享受していると結論付けることができる<sup>1)</sup>。

続いて日本企業を対象にした研究を検討したい。音川 (2000) は、日本企業を分析対象として、ディスクロージャーの水準と株主資本コストの関係を調査した研究である。株主資本コストの代理変数には、Botosan (1997) と同様に、Ohlson (1995) の企業評価モデルにもとづいて株主資本

コストを算定した。そしてディスクロージャーの水準を把握するために、日本証券アナリスト協会が報告している『リサーチ・アナリストによるディスクロージャー優良企業選定』という報告書 (以下、アナリスト報告書) におけるディスクロージャー・ランキングを利用している。

音川 (2000) は、1998 年と 1999 年の 2 年間の合計 210 社に対して分析を行なった結果、アナリストによるディスクロージャーの評価が高い企業ほど、株主資本コストが小さいことを示した。また株主資本コストに加えて、負債コストを含めた包括的な分析を行なったのが、須田・首藤・太田 (2004 a, 2004 b) である。須田・首藤・太田 (2004 a, 2004 b) もまた、ディスクロージャーの水準を測定するために、アナリスト報告書におけるディスクロージャー・ランキングを利用した。1995 年から 2000 年までのアナリスト報告書を利用して、557 社をサンプルとした。Botosan (1997) と Sengupta (1998) に依拠して株主資本コストと負債コストを算定し、それぞれディスクロージャー水準との関係を検証した。分析を行なった結果、(1)ディスクロージャー水準の高い企業ほど株主資本コストが小さい、(2)ディスクロージャー水準の高い企業ほど負債コストが小さい、ということを実証した。

これらの調査結果は、米国の経験的証拠とほぼ首尾一貫している。情報開示は投資家保護の観点から議論されることが多いが、企業はディスクロージャーを積極的に行うことで、経済的なベネフィットを享受することができることを示唆している。

### 3. 環境会計情報の開示と株価変動

環境会計情報の開示と株価変動の関係に関する研究は、主に米国企業を中心に進められている。米国では、証券取引委員会 (SEC) と財務会計基準審議会 (FASB) および公認会計士協会 (AICPA) が環境会計情報と実務指針を公表しており、環境保護庁も情報を共有する協定を結ぶことで、制度会計としての環境会計が実施されてい

る(須田, 2002)。

米国における環境情報開示の経済的影響は様々な分析視点から行われているが、ここでは環境会計情報を積極的に開示している企業の株価効果に関する研究を検討する<sup>2)</sup>。その理由は、後に詳しく検討するが、環境情報とリスク情報の開示に関する経営者の開示環境と動機が類似すると考えられるためである。

Blacconiere and Patten (1994) は、環境問題が発生したときの株価変動と環境会計情報開示の関係を分析した研究である。彼らは、1984年にインドのボーパールで、ユニオン・カーバイド社の殺虫剤工場から有毒物質が流失し、多数の死者を出した事件に注目した。この事件の影響で、米国政府による化学会社の規制強化が予想された。そこでユニオン・カーバイド社以外で規制強化の対象となる企業47社について、事件後5日間の異常株価変動と環境会計情報開示の関係を調査した。

実証分析を行なった結果、(1)事件報道の直後、ユニオン・カーバイド社以外の化学関連会社の株価についても大幅な下落が生じた、(2)化学部門売上高比率の大きい企業ほど、大きな株価下落が見られた、(3)事件前から積極的に環境会計情報を開示している企業は、事件後の株価下落幅が同業他社よりも小さかった、ということを示した。

(1)の調査結果は、ユニオン・カーバイド社の事件で、化学関連会社のリスクが顕在化し、市場がそれに反応したと理解できる。(2)の調査結果は、リスクの大きさに応じて、市場がネガティブな反応を下したと考えられる。

情報開示の観点から最も興味深いのは、(3)の発見事項であろう。環境情報開示の高い開示水準は、業種全体にネガティブな影響を与えるような事態が生じた場合に、株価下落を制限する効果を有するのである。これは積極的な環境情報の開示が、不測の事態が生じた場合の企業の株価下落を最小限に食い止めることを示唆している。また Reitenga (2000) は、Blacconiere and Patten (1994) の追試を行い、同様の結果を得ている。

このような開示効果は頑健な調査結果として理解できる。

#### 4. MD&A 情報の有用性

米国における MD&A 情報の経済的影響については、首藤 (2004) で要約されている。米国では、リスク情報の開示は主に MD&A の中で行われるため、MD&A の情報内容を検討することは、リスク情報の有用性を議論するさいに有用となる。

首藤 (2004) は、MD&A の情報内容に関する実証研究に依拠して3つの視点からその有用性を議論している。具体的には、(1)MD&A における将来予測情報の開示、(2)MD&A における開示情報の正確性、(3)MD&A における開示情報と株式リターン、という観点から米国における実証研究の発見事項を要約した。

(1)の MD&A における将来予測情報の開示とは、経営者が MD&A の情報開示において任意開示となっている将来予測情報を実際に開示しているか否かが検討されている。財務諸表本体情報と比較して、MD&A 情報が追加的な情報内容を有するためにポイントは、経営者が MD&A の中で将来予測情報を開示していることが重要なポイントとなる(首藤, 2004)。なぜなら財務諸表情報は基本的に過去情報であるため、利用者が追加的な分析を行わない限り、将来に関する情報はアニュアル・レポートからは知りえないからである。MD&A における将来予測情報の開示は、その開示が奨励されているものの、強制はされていない。したがって我々の関心事は、任意開示である将来予測情報の開示の有無となる。

Cole (1990) によれば、分析対象としたほとんどの企業は、開示が強制されていない何らかの将来予測情報を任意で開示していることを示した。さらに Hooks and Moon (1993) は、上記の傾向は、SEC が1989年に MD&A に関する開示規定を厳格に適用する旨を示したガイダンスを(FRR 36)を公表後、有意に増加していることを明らかにした。

この調査結果にもとづけば、経理コストや訴訟

コストなどの、経営者に追加的なコスト負担の可能性を高めるにかかわらず、積極的な MD&A の開示が行われていることがうかがえる。経営者が、MD&A における情報開示を重要なコミュニケーション・ツールとして認識していることを示唆している。

続いて、(2)MD&A における開示情報の正確性を検証する。米国における MD&A 情報は、財務諸表本体情報とは異なり、開示情報内容の選択は経営者による裁量部分が大きく、基本的に監査を受けない、という特徴を持つ（首藤，2004）。したがって経営者が任意に公表する開示情報の正確性は、情報利用者にとっては重要なポイントとなる。

Bryan（1997）は、MD&A に記載されている情報を、将来利益に与える影響にもとづいて3つに分類した。すなわち①将来利益を増加させる情報、②将来利益を減少させる情報および③利益に影響を与えないその他の情報に分類し、情報公表後の実現利益と比較することで開示情報の正確性を検証したのである。

分析を行なった結果、MD&A における将来予測情報は、短期の将来業績と強い関連を持つことを示した。また経営者が開示する MD&A の予測情報とアナリストの予測情報はほぼ一致しており、MD&A の情報の客観性は高い、ということも示されている。

またその他の研究でも、MD&A の予測情報は約 40% が実現し、MD&A の情報が後の倒産企業を識別するのに有用である、ということも報告されている（Pava and Epstein, 1993; Tennyson et al., 1990）。これらの調査結果は、MD&A の情報の正確性を示唆するものである。

最後に、(3)MD&A における開示情報と株式リターンの関係を確認する。Bryan（1997）は、財務諸表情報を所与としても、MD&A の情報の一部が、現在および将来リターンに対して追加的な説明力を持つことを示した。これは投資意思決定を行う際に、MD&A の情報の中に、財務諸表には含まれていない追加的な情報が含まれていることを示唆するものである。

## 5. リスク情報開示のポイント

前節までに確認した会計情報開示の効果に関する3つの領域の研究成果に依拠して、リスク情報の開示実務に与えるインプリケーションを検討したい。

第1に、情報開示の水準と資本コストの関係を分析した研究では、優良なディスクロージャーは企業の株主資本コストと負債コストを減少させることを確認した。この発見事項は、わが国の経営者の情報開示インセンティブに影響を与えると考えられる。情報開示にはコストが伴うことを忘れてはいけない。企業ディスクロージャーには、経理コストや情報漏洩コストなど様々なコストが付随する。ベネフィットが存在しない過重な情報開示コストの負担は、逆に企業価値を毀損する可能性もあろう。

したがってディスクロージャー水準の向上が、実質的な経済的ベネフィットをもたらすという検証結果は、経営者が情報開示に積極的になる合理的な根拠を提供すると考えられる。さらにこの発見事項が、リスク情報の開示実務に影響を与えると思われる理由は、わが国のリスク情報の開示規制が大きな弾力性を有しているためである。具体的には、わが国のリスク情報の開示は、(1)開示形式に具体的な様式はなく、記述情報が求められている、(2)予測情報の開示が容認されている、といった特徴がある。したがってリスク情報の開示水準は、経営者の意識によって大きく向上する可能性を有している。

第2に、環境会計情報の開示と株価変動の関係に関する研究は、積極的な環境情報の開示は、不測の事態が生じた場合の企業の株価下落を最小限に食い止めることを示唆していた。環境コストなどの環境情報の開示は、短期的な視点から見ると、企業利益に負の影響を与える可能性がある。しかし上記の結果は、短期的には負の影響を与えそうな情報も、堅実かつ継続的な開示を行うことによって投資家の信頼を得、結果的にシステマティック・リスクを押さえる効果があることを示

唆している。

このような効果は、リスク情報にも該当すると思われる。リスク情報は、概して将来の損失の可能性として議論されることが多いため、企業に内在するリスクを経営者自ら公表するという側面もある。しかしながら上記の分析結果にもとづけば、一見すれば企業に悪影響を与えそうなマイナス・リスクの開示も、企業価値にプラスの影響を与えることを示唆している。

最後に、米国におけるリスク情報を含む MD&A の情報内容を検証した研究は、MD&A では、将来予測情報を含む正確な情報開示が実施されており、情報の一部は投資意思決定に利用されていることを示していた。日本ではリスク情報や MD&A の情報内容を直接的に検証する研究は行われていないが、米国のこのような経験的証拠にもとづけば、リスク情報は投資意思決定にも重要な情報源と成りえることを示唆している。わが国の経営者も、このような経済的影響を認識することで、リスク情報の開示を戦略的なツールとして捉え、企業価値向上の手段として利用することができるであろう。

## 注

- 1) Botosan (1997) においてディスクロージャー水準と株主資本コストの負の相関関係が確認されたのは、担当のアナリストが少ない企業においてのみである。また Botosan and Plumlee (2002) では、四半期報告に関するディスクロージャー水準と株主資本コストに関しては予測符号どおりの相関関係は確認されていない点に注意してほしい。
- 2) 須田 (2002) は、環境会計情報の開示と証券投資意思決定の関係に関する実証分析をサーベイした有用な研究である。須田 (2002, p. 28) は「積極的な開示の株価効果」という形で、積極的かつ継続的な環境情報の開示を行っている企業の株価効果について考察を行っている。本節の議論は、須田 (2002) で展開された議論を参考にしている。

## 参考文献

- Blacconiere, W. G. and D. M. Patten (1994) "Environmental Disclosure, Regulatory Costs, and Changes in Firm Value," *Journal of Accounting and Economics* 18, pp. 357-377.
- Blacconiere, W. G. and W. D. Northcut (1997) "Environmental Information and Market Reaction," *Journal of*

- Accounting, Auditing and Finance* 12, pp. 149-178.
- Botosan, C. A. (1997) "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital," *The Accounting Review* 72 (3), pp. 323-349.
- Botosan, C. A. and M. A. Plumlee (2002) A Re-examination of Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital," *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, pp. 21-40.
- Bryan, H. S. (1997) "Incremental Information Content of Required Disclosures Contained in Management Discussion and Analysis," *The Accounting Review* 72 (April), pp. 285-301.
- Cole, C. (1990) "MD&A Trends in Standard & Poor's Top 100 Companies," *Journal of Corporate Accounting and Finance* (Winter), pp. 127-136.
- Eccles, G. R., R. H. Herz, E. M. Keegan and D. M. H. Philips (2000) *The Value Reporting Revolution*, Price WaterHouse & Coopers (中央青山監査法人・PwC コンサルティング訳, 『企業情報の開示』東洋経済新報社, 2002 年)。
- Frazier, K. B., R. W. Ingram and B. M. Tennyson (1984) "A Methodology for the Analysis of Narrative Accounting Disclosures," *Journal of Accounting Research* 22 (Spring), pp. 318-331.
- Hooks, K. L. and J. Moon (1993) "A Classification Scheme to Examine Management Discussion and Analysis Compliance," *Accounting Horizon* 7 (June), pp. 41-59.
- Ohlson, J. A. (1995) "Earnings Book Values and Dividends in Security Valuation," *Contemporary Accounting Research* 11 (Spring), pp. 661-687.
- Pava, M. L. and M. Epstein (1993) "MD&A as an Investment tool: User beware!" *Journal of Accountancy* (March), pp. 51-53.
- Securities and Exchange Commission (1980) *Securities Act Release*, No. 6231.
- Securities and Exchange Commission (1989) *Securities Act Release*, No. 6835.
- Sengupta, P. (1998) "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt," *The Accounting Review* 73, 459-474.
- Tennyson, B. M., R. W. Ingram and M. T. Dugan (1990) "Assessing the Information Content of Narrative Disclosure in Explaining Bankruptcy," *Journal of Business Finance and Accounting* 17 (Summer), pp. 391-410.
- 朝日監査法人企業公開部編 (1997) 『有価証券届出書等におけるリスク情報開示の実務』中央経済社。
- 朝日監査法人企業公開部編 (2001) 『有価証券届出書等におけるリスク情報の完全分析』中央経済社。
- 上田和勇 (2007) 『企業価値創造型リスクマネジメント—その概念と事例— (第4版)』白桃書房。
- 荻茂生 (1998) 「MD&A 情報に関する SEC の規制」『旬刊経理情報』11 月 20 日, 44-45 頁。
- 音川和久 (2000) 「IR 活動の資本コスト低減効果」『会計』第 158 巻第 4 号, 543-555 頁。
- 小池一弘 (1999) 『アメリカにおけるリスク情報の開示』税務経理協会。
- 志賀理 (2003) 「米国における市場リスク情報開示のあり方」古賀智敏・河崎照行編著『リスクマネジメントと会計』同文館出版, 191-203 頁。

- 首藤昭信 (2003) 「米国のリスク情報開示の現状に学ぶ」『リスクマネジメント Business』9月号, 14-17 頁。
- 首藤昭信 (2004) 「リスク情報の開示と有用性」須田一幸編著『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店, 151-168 頁。
- 須田一幸 (2000) 『財務会計の機能』白桃書房。
- 須田一幸 (2002) 「環境会計情報と証券投資意思決定」『社会関連会計研究』第 14 号, 23-36 頁。
- 須田一幸・首藤昭信・太田浩司 (2004 a) 「ディスクロージャーが株主資本コストに及ぼす影響」須田一幸編著『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店, 1-43 頁。
- 須田一幸・首藤昭信・太田浩司 (2004 b) 「ディスクロージャーが負債コストに及ぼす影響」須田一幸編著『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店, 45-68 頁。
- 醍醐聰責任編集・田中建二編著 (2003) 『金融リスクの会計』東京経済情報出版。
- 町田祥弘 (1999) 「MD&A 開示と監査需要論」『産業経理』第 59 巻第 3 号, 82-91 頁。
- 和久友子 (2003) 「どう変わる？ガバナンス情報, リスク情報, MD&A の開示」『旬刊経理情報』3 月 10 日, 50-54 頁。